BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

April 2009

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 21 April 2009.

In an environment of continued high uncertainty, the global recession has intensified and become more synchronous since the Bank's January *Monetary Policy Report Update*, with weaker-than-expected activity in all major economies. Deteriorating credit conditions have spread quickly through trade, financial, and confidence channels. While more aggressive monetary and fiscal policy actions are under way across the G-20, measures to stabilize the global financial system have taken longer than expected to enact. As a result, the recession in Canada will be deeper than anticipated, with the economy projected to contract by 3.0 per cent in 2009. The Bank now expects the recovery to be delayed until the fourth quarter and to be more gradual. The economy is projected to grow by 2.5 per cent in 2010 and 4.7 per cent in 2011, and to reach its production capacity in the third quarter of 2011. Given significant restructuring in a number of sectors, potential growth has been revised down. The recovery will be importantly supported by the Bank's accommodative monetary stance.

The Bank expects core inflation to diminish through 2009, gradually returning to the 2 per cent target in the third quarter of 2011 as aggregate supply and demand return to balance. Total CPI inflation is expected to trough at -0.8 per cent in the third quarter of 2009 and return to target in the third quarter of 2011.

Global developments continue to pose significant risks to the Bank's inflation projection for Canada, on both the upside and the downside. On the upside, confidence may return more rapidly than anticipated if convincing action is taken more quickly than

Highlights

- The economic recovery in Canada will be delayed by one quarter and will be more protracted than projected in the January *Monetary Policy Report Update*. This reflects a more intense and synchronized global recession, exacerbated by delays in the implementation of measures to restore financial stability around the world.
- Canadian real GDP is projected to decline by 3.0 per cent in 2009 and to grow by 2.5 per cent in 2010 and by 4.7 per cent in 2011.
- After declines in 2009, core inflation and total CPI inflation are projected to gradually return to 2 per cent in the third quarter of 2011.
- The Bank lowered its policy rate to 1/4 per cent - its effective lower bound - and, conditional on the outlook for inflation, committed to hold the rate at that level until the end of the second quarter of 2010.
- As a consequence of conducting monetary policy at the effective lower bound, the Bank judges that the risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.
- The Bank's current policy stance is appropriate to move the economy back to full production capacity and to achieve the 2 per cent inflation target.

www.bankofcanada.ca

assumed to address financial system weaknesses in major economies. This could result in a stronger-than-projected recovery in the global economy as the aggressive and coordinated macroeconomic policy actions already being implemented take effect. On the downside, the global recession could be deeper and more protracted than envisaged if the resolution of these financial system problems is delayed further. More generally, there are risks around the resolution of global imbalances. The underlying macroeconomic risks are roughly balanced.

When monetary policy is conducted at the effective lower bound, the uncertainty regarding the effects of unconventional monetary policies in the event that the recession turns out to be more protracted than expected, and the resulting need for prudence in the use of these instruments, imply that the overall risks to the Bank's inflation projection are tilted slightly to the downside.

On 21 April, the Bank lowered its target for the overnight rate by one-quarter of a percentage point to 1/4 per cent, which the Bank judges to be the effective lower bound for that rate. Conditional on the outlook for inflation, the target overnight rate can be expected to remain at its current level until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. The Bank will continue to provide guidance in its scheduled interest rate announcements as long as the overnight rate is at the effective lower bound.

To reinforce its conditional commitment to maintain the overnight rate at 1/4 per cent, the Bank will roll over a portion of its existing stock of 1- and 3-month term purchase and resale agreements (PRAs) into 6- and 12-month terms at minimum and maximum bid rates that correspond to the target rate and the Bank Rate, respectively.

Summary of the Base-Case Projection[a]

	2008	2009				2010		2011	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	H1	H2
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)[b]	-3.4 *(-2.3)*	-7.3 *(-4.8)*	-3.5 *(-1.0)*	-1.0 *(2.0)*	2.4 *(3.5)*	3.5 *(4.7)*	4.6 *(4.9)*	5.0	4.5
Real GDP (year-over-year percentage change)	-0.7 *(-0.3)*	-2.4 *(-1.3)*	-3.4 *(-1.7)*	-3.8 *(-1.6)*	-2.4 *(-0.1)*	1.2 *(3.0)*	3.7 *(4.6)*	4.6	4.8
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 *(2.2)*	1.9 *(2.1)*	1.6 *(1.5)*	1.3 *(1.2)*	0.9 *(1.1)*	1.1 *(1.3)*	1.4 *(1.8)*	1.8	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 *(2.0)*	1.2 *(1.2)*	-0.1 *(-0.6)*	-0.8 *(-1.0)*	1.0 *(1.1)*	1.6 *(1.6)*	1.7 *(1.8)*	1.9	2.0
WTI[c] (level)	58 *(58)*	43 *(43)*	51 *(52)*	57 *(56)*	60 *(58)*	63 *(62)*	67 *(64)*	69	71

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report Update*.

b. For half years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

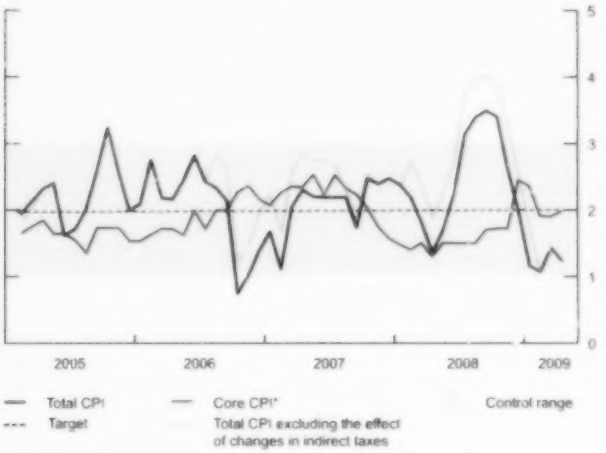
c. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 April 2009.

The 21 April decision brings the cumulative monetary policy easing to 425 basis points since December 2007. It is the Bank's judgment that this cumulative easing, together with the conditional commitment, is the appropriate policy stance to move the economy back to full production capacity and to achieve the 2 per cent inflation target.

The Bank retains considerable flexibility in the conduct of monetary policy at low interest rates. The Annex to this report describes the Bank of Canada's approach to conducting monetary policy when the overnight interest rate is at the effective lower bound. Additional stimulus could be provided, if needed, through quantitative and/or credit easing. Definitions of these actions and the principles guiding their possible use can be found in the Annex.

Inflation has diminished as expected

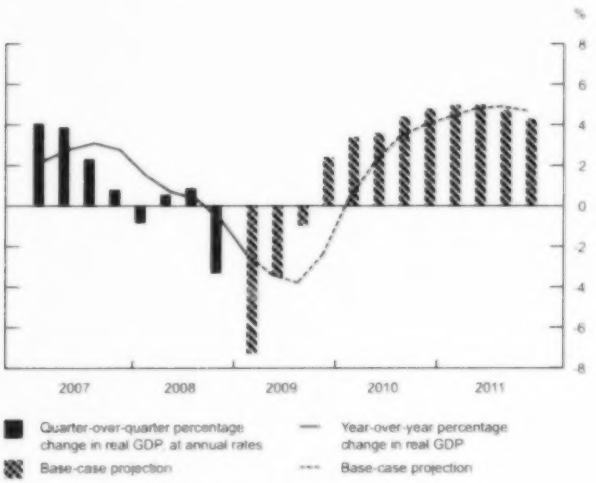
Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Bank of Canada

Growth in real GDP expected to rebound in 2010



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire
Sommaire

Avril 2009

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 21 avril 2009.

Dans un contexte de forte incertitude prolongée, la récession qui a frappé l'économie mondiale s'est intensifiée et est devenue plus synchronisée depuis la parution de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* en janvier, et l'activité a diminué plus qu'escompté dans tous les grands pays industrialisés. La détérioration des conditions du crédit s'est rapidement propagée par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Bien que les autorités monétaires et budgétaires mènent des actions plus énergiques dans l'ensemble des pays membres du G20, la mise en œuvre de mesures visant à stabiliser le système financier mondial prend plus de temps qu'on ne le prévoyait. En conséquence, la récession au Canada sera plus profonde qu'anticipé, et l'économie devrait se contracter de 3,0 % en 2009. La Banque s'attend maintenant à ce que la reprise soit retardée jusqu'au quatrième trimestre et soit plus graduelle. Elle estime que l'économie progressera de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011 et atteindra son plein potentiel au troisième trimestre de 2011. Compte tenu de l'importante restructuration en cours dans plusieurs secteurs, le taux de croissance de la production potentielle a été revu à la baisse. La reprise sera soutenue de façon importante par la détente monétaire instaurée par la Banque.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence diminuera tout au long de 2009 et remontera progressivement pour atteindre la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011, alors que se rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales. Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait toucher un creux de -0,8 % au troisième trimestre de 2009 et regagner la cible au troisième trimestre de 2011.

Les facteurs mondiaux continuent de faire peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada. Parmi les risques à la hausse, la confiance pourrait être

Faits saillants

- La reprise économique au Canada sera retardée d'un trimestre et sera plus prolongée qu'on ne l'anticipait dans la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier. Cette évolution tient à l'intensification et au synchronisme accru de la récession mondiale, exacerbés par les retards dans la mise en œuvre des mesures visant à restaurer la stabilité financière à l'échelle du globe.
- On prévoit que le PIB réel du Canada reculera de 3,0 % en 2009, puis qu'il augmentera de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011.
- Après avoir baissé en 2009, le taux d'augmentation de l'indice de référence et celui de l'IPC global devraient remonter progressivement et atteindre 2 % au troisième trimestre de 2011.
- La Banque a abaissé son taux directeur pour le ramener à 1/4 % — sa valeur plancher — et, sous réserve des perspectives de l'inflation, s'est engagée à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.
- Le taux cible du financement à un jour étant maintenant fixé à sa valeur plancher, la Banque juge que les risques à la baisse entourant sa projection en matière d'inflation sont légèrement prépondérants.
- L'orientation actuelle de la politique monétaire imprimée par la Banque est celle qu'il convient d'adopter pour que l'économie se remette à tourner à pleine capacité et que la cible d'inflation de 2 % soit réalisée.

www.banqueducanada.ca

restaurée plus rapidement qu'on ne l'entrevoit si une action convaincante était menée plus vite que prévu pour remédier aux faiblesses du système financier dans les grandes économies. Avec l'appui des mesures de politique macroéconomique énergiques et coordonnées déjà engagées, on pourrait ainsi assister à une reprise à l'échelle du globe plus forte qu'escompté. Pour ce qui est des risques à la baisse, la récession mondiale pourrait être plus profonde et plus prolongée qu'on ne le suppose si la résolution des problèmes touchant le système financier était encore retardée. Plus généralement, des risques entourent la correction des déséquilibres mondiaux. Les risques macroéconomiques sous-jacents, pour leur part, sont relativement équilibrés.

Lorsque le taux cible du financement à un jour s'établit à sa valeur plancher, l'incertitude pesant sur les effets des instruments de politique monétaire non traditionnels, qui seraient employés dans l'éventualité où la récession se prolongerait davantage que prévu, et la nécessité d'user de ces instruments avec prudence font en sorte que les risques à la baisse associés à la projection de la Banque en matière d'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 21 avril, la Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le ramener à 1/4 %, qu'elle estime être la valeur plancher de ce taux. Sous réserve des perspectives concernant l'inflation, le taux cible du financement à un jour devrait demeurer au niveau actuel jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque continuera de fournir des indications aux dates d'annonce préétablies aussi longtemps que le taux directeur demeurera à sa valeur plancher.

Pour renforcer son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à 1/4 %, la Banque convertira une partie de ses prises en pension existantes assorties d'échéances de un et trois mois en prises en pension assorties d'échéances de six et douze mois à des taux minimal et maximal de soumission qui correspondent, respectivement, au taux cible du financement à un jour et au taux officiel d'escompte.

La décision prise par la Banque le 21 avril porte l'assouplissement monétaire cumulatif à 425 points de base depuis décembre 2007. La Banque est d'avis que cette détente, combinée à son engagement conditionnel, représente l'orientation qu'il convient d'imprimer à la politique monétaire pour que l'économie se remette à tourner à pleine capacité et que la cible d'inflation de 2 % soit réalisée.

Résumé des projections selon le scénario de référence[a]

	2008	2009				2010		2011	
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.	1er sem.	2e sem.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)[b]	-3,4 *(-2,3)*	-7,3 *(-4,8)*	-3,5 *(-1,0)*	-1,0 *(2,0)*	2,4 *(3,5)*	3,5 *(4,7)*	4,6 *(4,9)*	5,0	4,5
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-0,7 *(-0,3)*	-2,4 *(-1,3)*	-3,4 *(-1,7)*	-3,8 *(-1,6)*	-2,4 *(-0,1)*	1,2 *(3,0)*	3,7 *(4,6)*	4,6	4,8
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2 *(2,2)*	1,9 *(2,1)*	1,6 *(1,5)*	1,3 *(1,2)*	0,9 *(1,1)*	1,1 *(1,3)*	1,4 *(1,8)*	1,8	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0 *(2,0)*	1,2 *(1,2)*	-0,1 *(-0,6)*	-0,8 *(-1,0)*	1,0 *(1,1)*	1,6 *(1,6)*	1,7 *(1,8)*	1,9	2,0
WTI[c] (niveau)	58 *(58)*	43 *(43)*	51 *(52)*	57 *(56)*	60 *(58)*	63 *(62)*	67 *(64)*	69	71

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

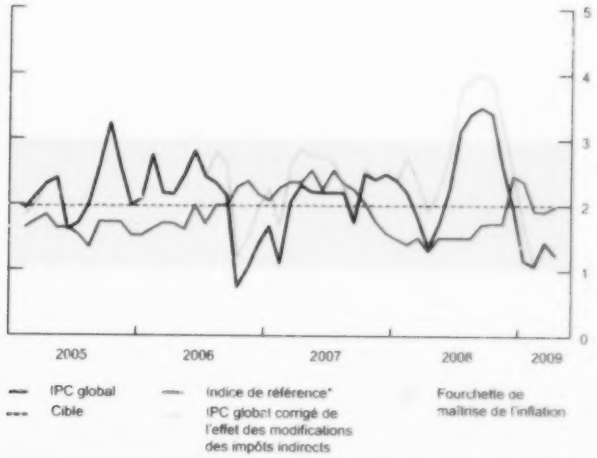
b. Dans le cas des semestres, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 avril 2009.

La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt. L'Annexe du présent rapport décrit la démarche suivie par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire lorsque le taux cible du financement à un jour se situe à sa valeur plancher. La Banque pourrait fournir une impulsion additionnelle à l'économie, au besoin, en mettant en œuvre des mesures d'assouplissement quantitatif ou d'assouplissement direct du crédit. L'Annexe renferme les définitions de ces mesures ainsi que les lignes directrices régissant leur utilisation possible.

L'inflation a reculé comme prévu

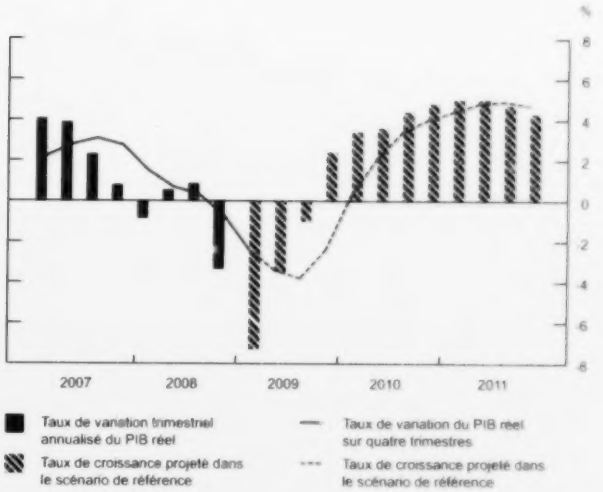
Taux de variation en glissement annuel



* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Source : Banque du Canada

La croissance du produit intérieur brut réel devrait rebondir en 2010



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada